

## Tilburg University

### Het Pensioenfonds van de Toekomst

Bonenkamp, J.; Meijdam, A.C.; Ponds, E.H.M.; Westerhout, E.

*Publication date:*  
2011

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

*Citation for published version (APA):*

Bonenkamp, J., Meijdam, A. C., Ponds, E. H. M., & Westerhout, E. (2011). *Het Pensioenfonds van de Toekomst: Risicodeling en Keuzevrijheid*. (Netspar NEA Papers; Vol. 44). NETSPAR.  
<http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=115576>

#### General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

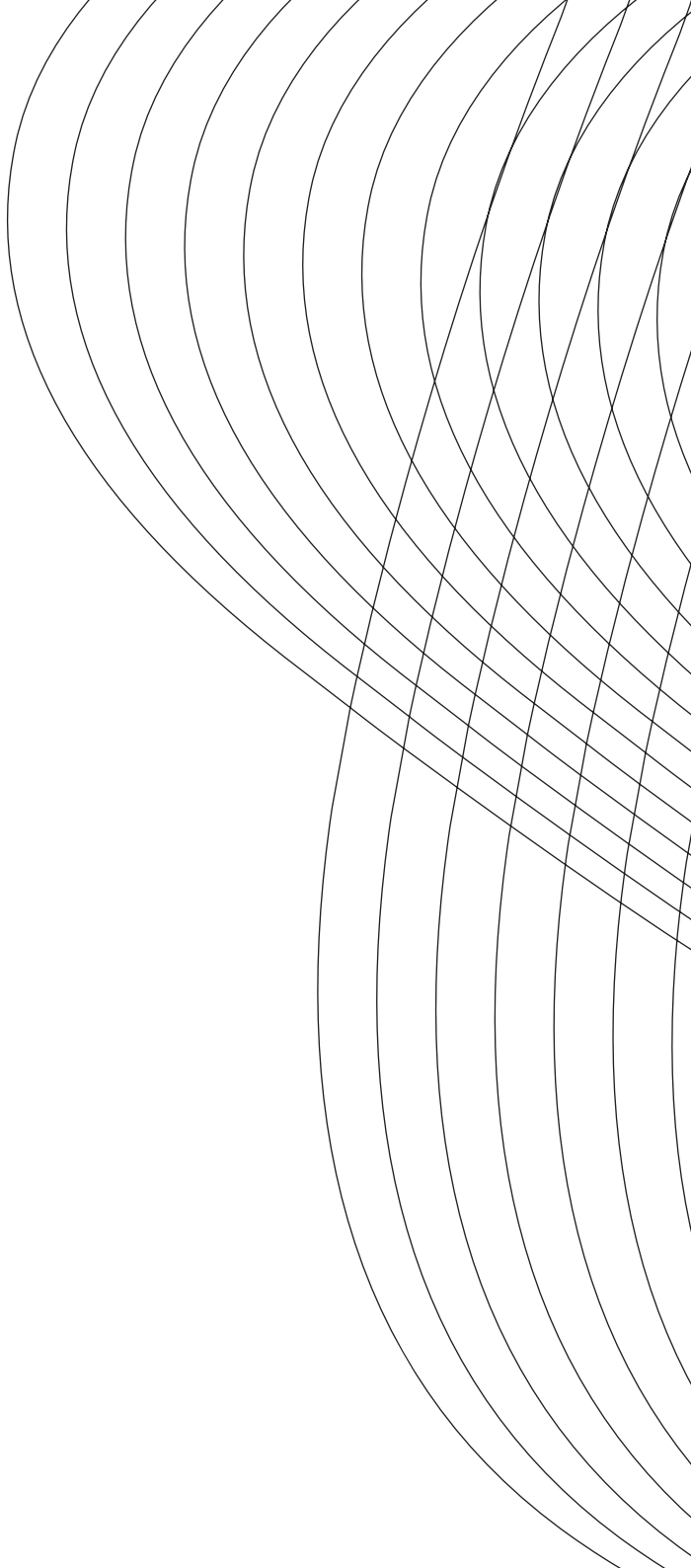
#### Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

# Netspar NEA PAPERS

*Jan Bonenkamp, Lex Meijdam,  
Eduard Ponds en Ed Westerhout*

## Het pensioenfonds van de toekomst: risicodeling en keuzevrijheid





Jan Bonenkamp, Lex Meijdam,  
Eduard Ponds en Ed Westerhout

# Het pensioenfonds van de toekomst: risicodeling en keuzevrijheid

NEA PAPER 44

NETSPAR ECONOMISCHE ADVIEZEN



Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

### **Colofon**

NEA Papers is een uitgave van Netspar  
Augustus 2011

### **Redactie**

Henk Don (Chairman) – NMA  
Erik Beckers – Zwitserleven  
Kees Goudswaard – Universiteit Leiden  
Martijn Hoogeweegen – ING  
Arjen Hussem – PGGM  
Fieke van der Lecq – Erasmus Universiteit Rotterdam  
Erik Jan van Kempen – Ministerie van Financiën  
Jan Koeman – Ministerie van SZW  
Johan Nieuwersteeg – AEGON  
Joos Nijtmans – Syntrus Achmea Pensioenbeheer  
Alwin Oerlemans – APG  
Joeri Potters – Cardano Risk Management  
Peter Schotman – Universiteit van Maastricht  
Hens Steehouwer – ORTEC Finance BV  
Peter Wijn – APG

### **Vormgeving**

B-more Design  
Bladvulling, Tilburg

### **Drukwerk**

Prisma Print, Tilburg University

### **Redactieadres**

Netspar, Tilburg University  
Postbus 90153, 5000 LE Tilburg  
[info@netspar.nl](mailto:info@netspar.nl)

Niets uit deze uitgave mag worden vermenigvuldigd, op welke wijze dan ook, zonder voorafgaande toestemming van de auteur(s).

# INHOUD

|                                                           |    |
|-----------------------------------------------------------|----|
| <i>Voorwoord</i>                                          | 7  |
| <i>Samenvatting</i>                                       | 11 |
| <i>1. Een goed pensioenfonds is een open systeem</i>      | 15 |
| <i>2. Optimale risicodeling kent een beperkte horizon</i> | 20 |
| <i>3. Hoe groter en breder het collectief, hoe beter</i>  | 26 |
| <i>4. Risicodeling vereist een compleet contract</i>      | 30 |
| <i>5. Stuur op pensioenaanspraken én op premies</i>       | 33 |
| <i>6. Concurrentie in de uitvoering een must</i>          | 37 |
| <i>7. Wie risico draagt beslist</i>                       | 39 |
| <i>8. Balans tussen verplichting en keuze</i>             | 43 |
| <i>9. Het kan!</i>                                        | 48 |
| <i>Referenties</i>                                        | 49 |



## VOORWOORD

Netspar stimuleert debat over de gevolgen van vergrijzing voor het (spaar-)gedrag van mensen, de houdbaarheid van hun pensioenen en het overheidsbeleid. Doordat veel van de babyboomers met pensioen gaan, zal het aantal 65-plussers in de komende decennia snel toenemen. Meer in het algemeen leven mensen gezonder en langer en krijgen gezinnen steeds minder kinderen. Vergrijzing staat vaak in een negatief daglicht, want ten opzichte van de bevolking tussen 20 en 65 jaar zou het aantal 65-plussers wel eens kunnen verdubbelen. Kan de werkende beroepsbevolking dan nog wel het geld opbrengen voor een groeiend aantal gepensioneerden? Moeten mensen meer uren maken tijdens hun werkzame periode en later met pensioen gaan? Of moeten de pensioenen worden gekort of de premies worden verhoogd om het collectieve pensioen betaalbaar te houden? Moeten mensen worden aangemoedigd zelf veel meer verantwoordelijkheid te nemen voor het eigen pensioen? En wat is dan nog de rol van de sociale partners in het organiseren van een collectief pensioen? Kunnen en willen mensen eigenlijk wel zelf gaan beleggen voor hun pensioen of zijn ze graag bereid dat aan pensioenfondsen over te laten? Van wie zijn de pensioengelden eigenlijk? En hoe kan een helder en eerlijk speelveld voor pensioenfondsen en verzekeraars worden gedefinieerd? Hoe kunnen collectieve doelstellingen als solidariteit en meer individuele wensen worden verzoend? Maar vooral: hoe kunnen de voordelen van langer en gezonder leven worden benut voor een meer gelukkige en welvarende samenleving?



Om een aantal redenen is er behoefte aan debat over de gevolgen van vergrijzing. We weten niet altijd precies wat de gevolgen van vergrijzing zijn. En de gevolgen die wel goed kunnen inschatten, verdienen het om bekend te worden bij een groter publiek. Belangrijker is natuurlijk dat veel van de keuzen die moeten worden gemaakt een politieke dimensie hebben en daarover is debat hard nodig. Het gaat immers om maatschappelijk zeer relevante en actuele vraagstukken waar, in de meest letterlijke zin oud en jong mee worden geconfronteerd. Om die redenen heeft Netspar de NEA Papers ingesteld. In een NEA Paper neemt de auteur gemotiveerd stelling over een beleidsrelevant onderwerp. De naam NEA Papers heeft twee betekenissen. Ten eerste, NEA staat voor Netspar Economische Adviezen. De auteurs adviseren op persoonlijke titel en op verzoek van Netspar over actuele economische kwesties op het gebied van vergrijzing en pensioenen. Ten tweede, NEA klinkt als Nee-Ja en geeft daarmee een wezenskenmerk van elk debat aan.

Henk Don

Voorzitter van de Netspar Redactieraad.



### **Affiliaties**

Jan Bonenkamp: CPB

Lex Meijdam: Tilburg University

Eduard Ponds: APG, Tilburg University

Ed Westerhout: CPB

Dank aan twee referenten en Casper van Ewijk en Bas ter Weel voor waardevolle opmerkingen bij een eerdere versie van dit artikel. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven en vertegenwoordigt niet noodzakelijk de opvattingen van APG, CPB of Tilburg University.

# HET PENSIOENFONDS VAN DE TOEKOMST: RISICODELING EN KEUZEVRIJHEID

## Samenvatting

Dit NEA-paper schetst het pensioenfonds van de toekomst aan de hand van enkele stellingen. De stellingen zijn als volgt:

1. Een goed pensioenfonds is een open systeem.
2. Optimale risicodeling kent een beperkte horizon.
3. Hoe groter en breder het collectief, hoe beter.
4. Risicodeling vereist een compleet contract.
5. Stuur op pensioenaanspraken én op –premies.
6. Concurrentie in de uitvoering een must.
7. Wie risico draagt beslist.
8. Niet alleen verplichting, maar ook keuzevrijheid.

De pensioensector verkeert in zwaar weer, eigenlijk al voordat de economische crisis uitbrak en helemaal daarna. Sociale partners, overheid en deskundigen zoeken momenteel naarstig naar aanpassingen van het pensioencontract. Deze aanpassingen moeten binnen afzienbare tijd de huidige tekorten wegwerken en tegelijk het pensioenstelsel zodanig toekomstbestendig maken dat bij een volgende schok geen nieuwe aanpassingen aan het stelsel nodig zijn.

De voorstellen die tot nu toe zijn gedaan, sluiten over het algemeen dicht aan bij het huidige pensioenstelsel. Dit versoepelt de overgang naar een nieuw, houdbaar pensioencontract dat ook

nog eens goed uit te leggen moet zijn aan de deelnemers. In de voorstellen dreigt echter soms een wezenlijk kenmerk van het pensioencontract uitgehold te worden: de risicodeling binnen en tussen generaties van werknemers.

In dit NEA-paper kiezen we een andere invalshoek. Startend vanuit het idee dat pensioenfondsen primair een instrument zijn om risico's te delen, bespreken we de vraag hoe die risicodeling het best georganiseerd kan worden. We nemen enige afstand van de huidige discussie over het pensioencontract en stellen de vraag waar we op de lange termijn zouden willen staan. Aan welke eisen moet een pensioenstelsel voldoen dat doet waar het voor bedoeld is en dusdanig robuust is dat het enkele decennia mee kan? De overgang op een dergelijk stelsel blijft onbesproken. Hetzelfde geldt voor de details van het pensioencontract (met of zonder doorsneesystematiek bijvoorbeeld). Niet omdat het onbelangrijk is; integendeel zelfs. Maar wel omdat we het eerst eens moeten zien te worden over de contouren van het pensioenfonds van de toekomst.

Deze analyse is daarmee verkennend van aard. Voordat we een specifieke pensioenhervorming kunnen kiezen, zouden we ten minste de orde van grootte van de voor- en nadelen van zo'n hervorming moeten inschatten. Daarnaast zouden de onderdelen die we hier niet (volledig) uitwerken, nader moeten worden onderzocht en ingevuld. Hetzelfde geldt voor de transitieproblematiek.

In dit NEA-paper presenteren we een schets van het pensioenfonds van de toekomst aan de hand van acht stellingen. Iedere stelling benadrukt een belangrijk element van dit pensioenfonds en vormt een paragraaf van het paper. Tezamen leiden ze tot het volgende beeld van het pensioenfonds van de toekomst.

Het pensioenfonds van de toekomst is een *open systeem*. Dat wil zeggen dat risico's ook met toekomstige generaties worden gedeeld. Deze vorm van risicodeling is de belangrijkste reden voor het bestaan van pensioenfonds en moet dus een belangrijke plaats innemen in het pensioenfonds van de toekomst. Intergenerationele risicodeling kent wel een *beperkte horizon*. Oneindig lange hersteltermijnen zouden te zeer ten koste kunnen gaan van de belangen van toekomstige generaties.

Risico's kunnen alleen duurzaam gedeeld worden, als duidelijk is wie welke risico's draagt. Het risicocontract moet dus *transparant en volledig* zijn. Een evenwichtige deling van risico's impliceert ook dat de *pensioenpremie variabel* blijft: het voor altijd vastzetten van deze premie zou te veel risico's leggen bij de gepensioneerde generaties. Gegeven deze kenmerken kan het pensioensysteem worden beschouwd als een opbouwsysteem met voorwaardelijke indexatie.

Het pensioenfonds van de toekomst kenmerkt zich door het grootst mogelijke draagvlak voor het delen van risico's. Het is dan ook een *nationaal pensioenfonds*. Pensioenen blijven wel een nationale aangelegenheid waarover Europa op grond van het subsidiariteitsbeginsel niets te vertellen heeft, behalve dan dat er geen verstoring van concurrentie plaats heeft. Het fonds staat *los van de overheid* om te voorkomen dat politieke belangen maken dat deelnemers er niet meer op kunnen rekenen dat hun pensioenen veilig zijn.

Het pensioenfonds van de toekomst deelt risico's tussen zoveel mogelijk personen met arbeidsinkomen. *Alle werkenden, werknemers zowel als zelfstandigen nemen verplicht deel*. De brede dekking van het nationaal pensioenfonds impliceert minimale mobiliteitskosten en de schaal staat garant voor lage administratiekosten. Om de efficiëntie te maximaliseren, is er *concurrentie*

*in de uitvoering.* De regeling wordt uitgevoerd door een beperkt aantal grote organisaties die met elkaar concurreren om het aandeel in de pensioenregeling. Het pensioenfonds communiceert ten slotte regelmatig en in heldere taal met de deelnemers. Het pensioenfonds van de toekomst is een fonds van en voor huidige, voormalige en toekomstige werkenden. Het wordt dan ook *bestuurd door een deelnemersraad* waarin al deze groepen, die gezamenlijk ook de risico's dragen, zijn vertegenwoordigd. Toekomstige generaties worden vertegenwoordigd door de overheid; werkende, slapende en gepensioneerde generaties worden vertegenwoordigd door hun belangenbehartigers. Werkgevers zijn niet vertegenwoordigd. Zij dragen niet langer risico, aangezien ze niet bijdragen aan de financiering van de pensioenen.

Deelname in het pensioenfonds van de toekomst is verplicht voor alle werkenden, maar zij krijgen wel *keuzevrijheden*. Zo mogen zij tussen de 80 en 100 procent van de fiscale ruimte gebruiken voor pensioenbesparingen in de tweede pijler. Maximaal 20 procent van de fiscale ruimte mogen ze aanwenden voor besparingen in de derde pijler. Er blijft keuzevrijheid ten aanzien van de pensioenleeftijd met verrekening van pensioenen op een actuariael neutrale basis.

## 1. Een goed pensioenfonds is een open systeem

Risicodeling tussen generaties is welvaartsverhogend om dezelfde reden dat een verzekering de welvaart van verzekerden verhoogt. Vanwege risico-aversie is het welvaartsverhogend om risico's te spreiden. De reikwijdte van de pensioenverzekering is in potentie groot, afhankelijk van hoe de regeling is opgezet. In het meest extreme geval van een puur DB-stelsel zijn de pensioenen van de deelnemers volledig gevrijwaard van tegenvallers in de rendementsontwikkeling (aandelenkoersen, rentes). De pensioenverzekering biedt ook bescherming tegen het risico van langer leven. Als het pensioen als waardevast is opgezet, beschermt het bovendien tegen schokken in het algemene prijspeil.

De fundamentele vraag is wat een pensioenfonds aan waarde toevoegt door intergenerationele risicodeling te organiseren. Ofwel: wat kan een pensioenfonds wat private markten niet kunnen? Dat zijn twee dingen. Het eerste is dat pensioenfondscontracten kunnen afsluiten met generaties die nog niet geboren zijn (Gordon en Varian, 1988). Een pensioenfonds dat tekorten doorschuift naar de toekomst, doet dat op basis van een impliciet contract met toekomstige generaties dat zij deze last zullen dragen. Het pensioenfonds creëert dus als het ware een markt voor niet-verhandelbare risico's.

Overigens is deze rol niet uitsluitend voor pensioenfonds wettelijk weggelegd; overheden kunnen dat ook, zo niet beter. In feite doen veel overheden al aan intergenerationele risicodeling via de uitgifte van overheidsschuld. Een toename in de overheidsschuld kan gerechtvaardigd zijn als antwoord op onvoorziene omstandigheden als oorlog of een zware economische neergang. Door de overheidsschuld gradueel af te lossen, kunnen de lasten gedeeld worden in de tijd over meerdere generaties. Ook bij oudedags-



voorzieningen kunnen mee- en tegenvallers in de financiering tussen generaties worden gedeeld via door de overheid verplicht gestelde arrangementen.

Er is nog een tweede punt waarop pensioenfondsen private markten kunnen aanvullen. Namelijk daar waar kapitaalmarkten die op papier wel zouden kunnen bestaan, om wat voor reden dan ook in de praktijk niet of nauwelijks tot ontwikkeling komen. Het pensioenfonds creëert dus ook hier een markt, maar dan voor risico's die in principe verhandelbaar zijn maar in de praktijk niet of nauwelijks worden verhandeld. Een voorbeeld van zo'n incomplete markt is die voor loongeïndexeerde obligaties (Shiller, 1999). Een collectief pensioenfonds kan dit marktfalen (deels) oplossen door pensioenuitkeringen te koppelen aan de algemene loongroei. De jonge, werkende generatie staat immers vooral bloot aan loonrisico, terwijl de oude gepensioneerde generatie in het bijzonder onderhevig is aan kapitaalmarktrisico. Zolang loon- en kapitaalmarktrisico's niet perfect gecorreleerd zijn, is het vanuit oogpunt van risicodiversificatie aantrekkelijk dat jongeren delen in het kapitaalmarktrisico van de ouderen. Omgekeerd geldt hetzelfde: het is dan aantrekkelijk dat de ouderen een deel van het loonrisico van de jongeren overnemen. Dit type van risicodiversificatie is in het bijzonder terug te vinden in kapitaalgedekte pensioenregelingen zoals in onze tweede pijler. Hierin zijn uitkeringen gekoppeld aan de onzekere loongroei en pensioenpremies zijn deels afhankelijk van het beleggingsrendement van het pensioenfonds.

Andere voorbeelden van niet of slecht verhandelde risico's zijn de markten voor prijsgeïndexeerde obligaties of langlevensobligaties. In het geval van prijsgeïndexeerde obligaties is het rendement gekoppeld aan een bepaalde prijsindex; in het geval van langlevensobligaties is het rendement gekoppeld aan de

levensverwachting. Voor beide type obligaties zijn private markten nog nauwelijks ontwikkeld (De Waegenaere et al., 2010; Poterba, 2001 en Finkelstein en Poterba, 2004). Een pensioenfonds is daarentegen wel in staat risicodeling op te leggen door (een deel van) de financiering van een langer leven of van prijsindexatie in de vorm van premieverhoging bij werkende generaties neer te leggen.

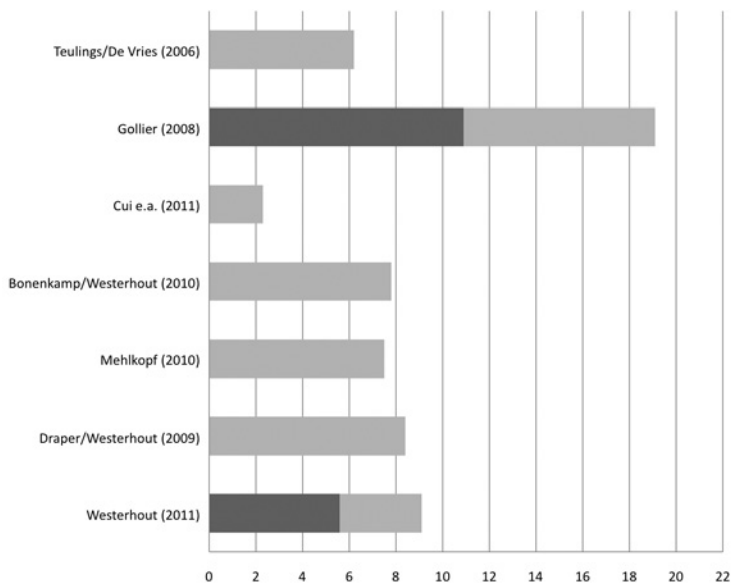
Op zichzelf hoeft het ontbreken van markten geen probleem te zijn. Bijvoorbeeld als niet-verhandelde risico's afgedekt kunnen worden met activa die wel verhandeld worden, zoals aandelen. In de praktijk echter blijken aandelen en obligaties een slechte bescherming te zijn tegen inflatierisico's (Bekaert, 2009). Ook loonrisico's kunnen moeilijk worden afgedekt met bestaande instrumenten: op de lange termijn is de correlatie tussen loongroei en aandelenrendement weliswaar positief (Benzoni et al., 2007), maar op de korte termijn lijkt de correlatie nagenoeg nul (Goetzmann, 2008).

Welke welvaartswinst is met intergenerationele risicodeling te behalen? De laatste jaren zijn er enkele studies verschenen die de welvaartswinst van intergenerationele risicodeling in kapitaalgedekte pensioenen kwantificeren; hun aantal is echter nog beperkt. Het vergelijken van studies is bovendien lastig, omdat de gebruikte modellen verschillen en er vaak andere uitgangspunten worden gehanteerd. Een bezwaar dat aan de meeste studies kleeft, is dat ze uitsluitend betrekking hebben op de welvaartswinst door risicodeling met toekomstige generaties. Zoals we zojuist hebben gezien, kunnen pensioenfondsen ook een helpende hand bieden in het delen van niet verhandelde risico's tussen overlappende generaties. De winst die daarmee gemoeid is, wordt in bestaande studies niet meegenomen. Hierdoor wordt de winst van intergenerationele risicodeling onderschat. Daar

staat tegenover dat risicodeling met toekomstige generaties ook met kosten gepaard gaat, zoals arbeidsmarktverstoringen en discontinuïteitproblemen (zie sectie 2). Ook deze kosten worden niet altijd meegenomen, waardoor de winst van risicodeling wordt overschat. Kortom: de gevonden welvaartswinsten moeten met de nodige voorzichtigheid worden geïnterpreteerd.

Figuur 1 geeft een overzicht van de welvaartswinsten die in de literatuur terug te vinden zijn, als gevolg van risicodeling met ongeboren generaties. Alle welvaartswinsten zijn uitgedrukt in procenten van consumptie. De winsten van risicodeling worden in alle studies afgezet tegen een individueel DC-stelsel (waarin geen intergenerationele risicodeling plaatsvindt). De figuur laat zien dat de resultaten van de studies sterk uiteenlopen, van een winst van minimaal 2,3 procent tot een winst van maximaal 19 procent. Deze grote bandbreedte is niet opzienbarend, gezien de soms grote verschillen tussen studies ten aanzien van bijvoorbeeld het risico van aandelen, het type pensioenregeling en het aantal generaties dat bij de risicodeling wordt betrokken. Los van de verschillen is het eigenlijk interessanter om naar het gemeenschappelijke element te kijken: zelfs het meest conservatieve resultaat duidt op een significante welvaartswinst als gevolg van intergenerationele risicodeling. Dat betekent dat intergenerationele risicodeling een essentieel onderdeel moet zijn van elk pensioenfonds. Een goed pensioenfonds is dus geen 'gesloten' systeem dat tekorten of overschotten binnen de muren van het huidige deelnemersbestand houdt, maar een 'open' systeem dat tekorten en overschotten deelt met toekomstige generaties.<sup>1</sup> Het contract zal zodanig vormgegeven moeten worden, dat de welvaartswinst van intergenerationele risicodeling maximaal wordt benut.

1 Zie Bovenberg en Van Ewijk (2011) voor een definitie van open en gesloten pensioencontracten.



*Figuur 1: Indicatie van de welvaartswinst van intergenerationele risicodeling (% consumptie)*

Opmerking: de donkergrijs gekleurde vlakken corresponderen met alternatieve varianten waarin pensioenfondsen minder mogelijkheden hebben om tekorten over te hevelen naar de toekomst.

## 2. Optimale risicodeling kent een beperkte horizon

Als intergenerationele risicodeling welvaartverhogend is, wat is dan de optimale duur van de risicodeling? Over hoeveel generaties moeten we mee- en tegenvallers in de financiering verdelen? Een klassieke referentie in de literatuur over intergenerationele risicodeling is Gordon en Varian (1988). De auteurs komen in hun bijdrage tot de bevinding dat risicodeling tussen generaties het meest bijdraagt aan welvaart als risico's gespreid kunnen worden over zoveel mogelijk generaties. In beginsel is een oneindige uitsmeerduur dus het best, wat impliceert dat generaties niet hoeven te reageren op de (positieve en negatieve) schokken die hen treffen maar deze kunnen verrekenen met toekomstige generaties. De som van positieve en negatieve schokken leidt over de tijd tot een netto schuld- of vermogenspositie, afhankelijk van de schokken waarmee het pensioenfonds in het verleden is geconfronteerd.

De uitsmeerduur is in de praktijk evenwel ingeperkt. Hiervoor zijn verschillende redenen. Een intergenerationeel contract is kwetsbaar, omdat de deelname van nieuwe generaties altijd geborgd moet worden. Elke jonge generatie kan zich, in beginsel, onttrekken aan het contract c.q. heronderhandelen over de voorwaarden van het contract. Dit vereiste legt beperkingen op aan de omvang van het risico dat doorgeschoven kan worden. Ideaal is vrijwillige deelname. Dit vereist dat de welvaartwinst van participatie in het contract onder alle omstandigheden groter is dan het welvaartsverlies van het opbreken van het contract. Met andere woorden: het disnut van het opbreken van het verzekeringscontract moet groter zijn dan het disnut van inkomensverlies bij voortzetting van het contract (Ponds, 1995). Wanneer premie-

betalers afhaken, komt de continuïteit van de pensioenregeling in gevaar.

Excessieve premies kunnen deelnemers ertoe brengen om vervroegd uit te treden. Ook kunnen werknemers reageren door hun arbeidsaanbod te reduceren. Als een generatie meer premie moet betalen dan deze naar verwachting over zijn leven aan uitkeringen ontvangt, fungeert de bovenmatige premie als een belasting. Vanwege de koppeling van pensioenpremies en -opbouw aan aantal gewerkte uren werkt dit uit als een belasting op arbeid. Inhaalpremies reduceren dus het arbeidsaanbod, de werkgelegenheid en de productie.

Een deelnemer kan ook besluiten elders emplooi te zoeken, in een ander bedrijf (in het geval van een ondernemingspensioenfonds) of in een andere bedrijfstak (in het geval van een bedrijfstakpensioenfonds). Ook het opgeven van de werknemersstatus in ruil voor een status als zelfstandige of emigratie naar buitenland behoren tot de mogelijkheden. Als intergenerationele risicodeling op nationaal niveau wordt georganiseerd, wordt het discontinuïteitrisico wel gemitigeerd maar niet geheel weggenomen. Deelnemers aan pensioenregelingen kunnen immers op politiek niveau de verplichte deelname ter discussie stellen of in het uiterste geval besluiten uit Nederland te emigreren.

Het discontinuïteitrisico speelt ook bij hoge dekkingsgraden. Het risico neemt dan een andere vorm aan: zittende generaties kunnen besluiten het pensioenfonds te sluiten en zichzelf de overschotten toe te eigenen. Ook nu legt het discontinuïteitrisico dus beperkingen op aan de omvang van het risico dat doorgeschoven kan worden.

Er bestaan verschillende studies die dit discontinuïteitrisico kwantificeren. De modellen in deze studies zijn sterk verschillend

van opzet en kunnen moeilijk met elkaar worden vergeleken.<sup>2</sup> Toch rijst een duidelijk beeld uit het overzicht. Het risico op discontinuïteit is dusdanig groot dat het moeilijk kan worden genegeerd. Het discontinuïteitrisico stelt daarom een grens aan de tekorten die kunnen worden doorgeschoven en impliceert een eindige hersteltermijn.

De welvaartseffecten van intergenerationele risicodeling zijn groter wanneer er sprake is van minder samenhang in de inkomensontwikkeling van generaties. Dan is er meer ruimte om mee- en tegenvallers onderling te delen. Het inkomen van de jongere generatie wordt vooral bepaald door het looninkomen, terwijl de positie van ouderen in belangrijke mate afhangt van het rendement op het belegd (pensioen)vermogen. Conjuncturele factoren kunnen op de korte termijn leiden tot een divergerende ontwikkeling van lonen en rendementen, waardoor de welvaartsverhogende potentie van risicodeling tussen jonge en oude generaties groot is. Lonen en rendementen worden evenwel ook gedreven door factoren die beide inkomens raken, waaronder productiviteitsgroei en systeemshokken zoals de recente kredietcrisis. Zeker op de lange termijn leiden deze gemeenschappelijke factoren tot een sterke correlatie tussen de risico's van verschillende generaties. Dit perkt de welvaartseffecten van risicodeling in.

Het doorschuiven van mee- en tegenvallers zonder meer kan op termijn tot een instabiele ontwikkeling leiden. Hierbij kan de dekkingsgraad van het pensioenfonds zonder aanvullend beleid alsmear verder dalen of toenemen. Met name de situatie van een imploderende financiële positie is ongewenst. Een voorbeeld ter verduidelijking. Stel dat het belegde vermogen 65 miljoen

<sup>2</sup> Zie voor een kwantitatieve inschatting van het discontinuïteitrisico, Van Ewijk et al. (2009), Bonenkamp en Westerhout (2010) of Westerhout (2011).

euro bedraagt en de waarde van de nominale verplichtingen 100 miljoen is. De dekkingsgraad is derhalve 65 procent. Neem verder aan dat het beleggingsrendement 6 procent is en de nominale rente 4,5 procent bedraagt. Het vermogen neemt toe met 3,9 maar de verplichtingen met 4,5. Zonder aanvullend beleid, waaronder kortingen op de aanspraken en het heffen van herstellpremies, neemt de dekkingsgraad verder af.<sup>3</sup>

Door de commissie-Frijns is de situatie van een imploderende dekkingsgraad getypeerd als een 'sinking giant'. Hiermee wordt bedoeld dat de aangroei van het vermogen structureel achterblijft bij de groei van de nominale verplichtingen. Dit kan worden voorkomen door aanvullend beleid te voeren via kortingen en premieopslagen. De duur van het uitsmeren is daarmee korter naarmate de dekkingsgraad lager is. Dit wordt automatisch bewerkstelligd bij de implementatie van een lineaire beleidsstafel. Hierbij zijn de herstellpremie en de kortingen hoger naarmate het dekkingstekort groter is.

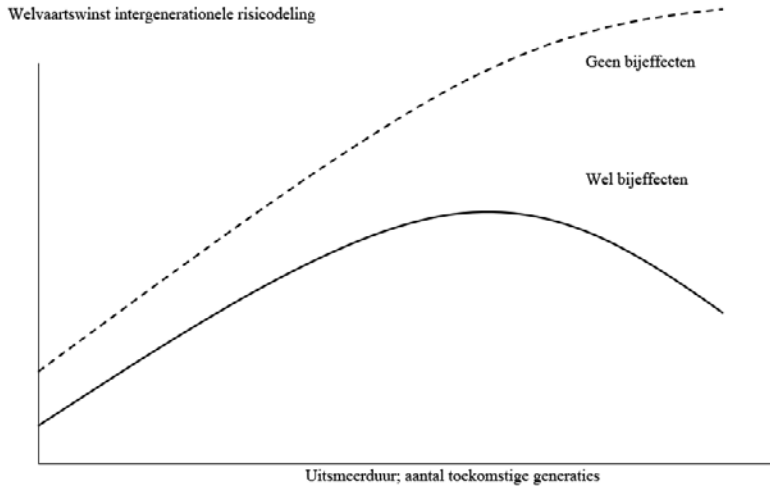
Een kleine open economie zoals de Nederlandse heeft meer mogelijkheden voor het opzetten van intergenerationele risicodeling dan een gesloten economie of een grote economie. In een gesloten economie stelt de kapitaalmarkt grenzen aan de duur van de risicodeling tussen generaties. Het doorschuiven van mee- en tegenvallers in de financiering zal leiden tot perioden met ruime overdekking dan wel onderdekking, die direct effect hebben op de kapitaalformatie. Meevallers kunnen alleen gedeeld worden met toekomstige generaties via extra vermogensopbouw dat neerslaat in extra kapitaalformatie. Omgekeerd kunnen tegenvallers slechts verteerd worden door het aanspreken

3 Het samenstel van rendement, herstellpremie en korting bij een pensioenfonds dient dus in een meerjarencontract ten minste gelijk te zijn aan de nominale oprenting, wil implosie worden voorkomen.



van een deel van de kapitaalformatie als extra consumptie. Bij de opstelling van een risicodelend arrangement moet er in een gesloten economie voor gewaakt worden dat het kapitaal op de lange termijn noch schaars wordt door te grote consumptie noch overvloedig door te grote besparingen. Een kleine open economie kan een netto positie verwerken door middelen uit te zetten op de internationale vermogensmarkt of ze aan te trekken van die markt.

Figuur 2 vat bovenstaande punten samen. De figuur drukt de welvaartswinst van intergenerationele risicodeling af als functie van de uitsmeerduur, ofwel het aantal toekomstige generaties dat in de risicodeling wordt betrokken. Wanneer risico's enkel door huidige generaties worden gedeeld, is sprake van een beperkte welvaartswinst die bovendien beperkt wordt door bijeffecten van risicodeling zoals het discontinuïteitsrisico. Zoals we hebben gezien, genereert intergenerationele risicodeling meer welvaartswinst naarmate meer generaties in het contract participeren (Gordon en Varian, 1988). Bijeffecten reduceren evenwel de voordelen van risicodeling en perken daarmee de duur van risicodeling in. Het tekort mag nooit zo groot worden dat de beschikbare herstelcapaciteit ontoereikend is. Die capaciteit is in de praktijk inderdaad beperkt doordat premie-opslagen en kortingen op aanspraken maar tot op zekere hoogte zijn door te voeren. De uitdaging is om het arrangement van risicodeling zo in te vullen dat de samenhang van uitsmeerduur en gedeeld risico tot de hoogste welvaart leidt en dat bij de uitvoering van het contract nieuwe intreders per saldo welvaartswinst ervaren.



*Figuur 2: Optimale uitsmeerduur van intergenerationele risicodeling*

### 3. Hoe groter en breder het collectief, hoe beter

Bij een arrangement gebaseerd op intergenerationele risicodeling verdient het aanbeveling om een zo groot mogelijk risicodraagvlak na te streven. Pensioenfondsen gaan uit van collectieve risicodeling. De risicodeling omvat jonge, oude en toekomstige deelnemers binnen een bedrijfstak of onderneming. Dergelijke collectieven zijn kwetsbaar wat betreft hun lange termijn continuïteit. In de dynamiek van de markteconomie worden nieuwe ondernemingen en bedrijfstakken gecreëerd, maar op termijn ook weer vernietigd. Dit pleit er voor om te evolueren naar een beperkt aantal grote pensioenfondsen, bijvoorbeeld georganiseerd naar sectoren, zoals overheid, zorg, industrie, financiële sector, vervoer.

Het grootst mogelijke risicodraagvlak voor de Nederlandse tweede pijler is een nationaal pensioenfonds, waaraan alle ingezetenen verplicht deelnemen met een belastbaar inkomen boven de AOW-franchise (zie ook Kuné, 2004 en Ponds, 2009). In dit draagvlak participeren naast de werknemers ook zelfstandigen, freelancers en ondernemers-eigenaar. Bij een nationaal pensioenfonds is het vraagstuk van langetermijncontinuïteit in beginsel niet aan de orde. Anders dan ondernemingen en bedrijfstakken kan Nederland als economie immers niet failliet gaan.<sup>4</sup> Mee- en tegenvallers in de financiering kunnen daardoor over een langere periode en over meer generaties worden uitgesmeerd; in termen van figuur 2 verschuift de top van de curve inclusief bijeffecten naar rechts. Hierdoor kunnen aanpassingen in de indexatie en premie van jaar op jaar zeer beperkt blijven.

4 De huidige Griekse tragedie laat zien dat faillissement van de overheid van een land niet geheel kan worden uitgesloten.

Een voordeel van een beperkt aantal fondsen of zelfs van één fonds is dat pensioenregelingen niet meer per soort arbeidsactiviteit zijn georganiseerd, maar meerdere typen arbeid omvatten. Dit is goed voor de mobiliteit op de arbeidsmarkt. Wel is er minder maatwerk in bedrijven en bedrijfstakken mogelijk, maar ondernemers kunnen altijd met aanvullende regelingen inspelen op specifieke behoeften en voorkeuren van hun werknemers. Een breed risicodraagvlak heeft twee andere belangrijke voordelen: het maakt het mogelijk meer risico's te accepteren bij een gegeven risico-aversie en het impliceert lagere administratiekosten en hogere performance. Wat de risico-acceptatie betreft: het intuïtieve resultaat van risicodeling is dat individuen door de betere tijdsdiversificatie naar verwachting nog steeds hetzelfde kunnen consumeren, maar de onzekerheid op dat gebied kleiner is. Hoe hoger de risico-aversie van individuen, des te meer wordt deze grotere stabiliteit van toekomstige consumptiestromen gewaardeerd.

Paradoxaal genoeg betekent een betere spreiding van risico's niet automatisch dat individuen aan minder risico's blootgesteld worden. Een meer efficiënte risicodeling vergroot het risicodraagvlak in de economie. Zeker bij een lage mate van risico-aversie kan de betere afruil tussen risico en rendement ook gebruikt worden om meer beleggingsrisico aan te gaan. Dit kan ertoe leiden dat bij de portefeuillesamenstelling een groter accent wordt gelegd op risicodragende financiële titels met een verhoging van het gemiddelde portefeuillerendement als gevolg. De hogere risicotolerantie leidt op termijn tot een hoger verwacht rendement, en daarmee tot een lagere premie bij een vergelijkbare pensioenopbouw. Intergenerationele risicodeling leidt dan tot een hoger consumptieniveau, met een vergelijkbaar risico als in een wereld zonder deze vorm van risicodeling (Gollier, 2008;

Bonenkamp en Westerhout, 2010 en Cui et al., 2011). De meer efficiënte risicodeling kan ook de noodzaak tot voorzorgbesparingen verminderen met hogere consumptie als resultaat (Van Ewijk et al., 2009). Ook kan het aanpassingen in de balans tussen arbeidsaanbod en vrije tijd teweegbrengen (Bonenkamp en Westerhout, 2010).

Wat de administratiekosten en de performance betreft, pensioenfondsen kenmerken zich op het vlak van pensioenadministratie en vermogensbeheer door hoge kostenefficiëntie. Deze efficiëntie is het resultaat van schaalvoordelen en het beroep op intern beheer boven uitbesteding (Ambachtsheer, 2007). Op het vlak van pensioenadministratie en aanverwante zaken kunnen Nederlandse pensioenfondsen gemiddeld genomen een kostenverlaging realiseren van structureel circa twintig basispunten op jaarbasis (Bikker en De Dreu, 2006). De kleinste pensioenfondsen blijken gemiddeld twaalf keer zo duur als de grootste pensioenfondsen gemeten in administratiekosten, 1,18 procent versus 0,10 procent (AFM, 2011). Natuurlijk kunnen achter deze cijfers verschillen in de kwaliteit van dienstverlening schuilgaan. Het lijkt echter niet aannemelijk dat dit de kostenverschillen helemaal kan verklaren. Kostenvoordelen kunnen worden doorgegeven in een lagere premie. Dit levert al snel een forse structurele premiedaling op.

Bij vermogensbeheer zijn de kostenvoordelen minder gemakkelijk te specificeren. De extra kostenefficiëntie ten opzichte van de markt is naar verwachting nog groter dan bij pensioenadministratie. Een recente studie op basis van een groot databestand van pensioenfondsen in de VS en Canada (Dyck en Pomorski, 2011) komt tot de bevinding dat grote pensioenfondsen (35 miljard dollar belegd vermogen of meer) een extra netto performance realiseren van circa 50 basispunten in vergelijking met kleine

pensioenfondsen (1 miljard dollar vermogen). Deze hogere performance wordt als volgt verklaard:

- grote pensioenfondsen doen een veel groter beroep op intern beheer boven uitbesteding aan externe managers dan kleinere fondsen;
- grote fondsen kenmerken zich door een professioneel beheer en invulling van de beleggingsportefeuille met een relatief groot aandeel van alternatieve beleggingen, zoals private equity en onroerend goed;
- grote pensioenfondsen hebben exclusieve toegang tot specifieke deals met andere grote partijen en genieten vaker dan kleine fondsen kortingen op fees.

Een belangrijke vaststelling is dat verplichte deelname aan pensioenfondsen dus niet heeft geleid tot inefficiëntie. Grotere pensioenfondsen presteren beter dan kleine fondsen door het benutten van schaalvoordelen en het grotere beroep op intern beheer boven uitbesteding aan externe partijen.

Is er ook een optimale schaalgrootte? De empirische resultaten gepresenteerd in Dyck en Pomorski (2011) suggereren dat de grootste schaalvoordelen te realiseren zijn bij de kleine fondsen en dat vervolgens de marginale afname van kosten uit hoofde van schaalvoordelen steeds kleiner wordt als het fonds groter wordt. Ambachtsheer (2007) komt tot de vaststelling dat elke volgende besparing van tien basispunten grofweg een vertienvoudiging van de omvang van het beheerde pensioenfondsvermogen vereist.

#### **4. Risicodeling vereist een compleet contract**

Als nadeel van het huidige pensioencontract wordt vaak gewezen op de incompleetheid van het contract. De laatste jaren zijn weliswaar indexatiestaffels in gebruik genomen, toch is het veelal onduidelijk hoe het bestuur van een pensioenfonds reageert op een acuut dekkingstekort. In het geval van grote schokken geldt dit nog sterker, omdat staffels aan de onder- en bovenkant zijn begrensd.

Deze incompleetheid creëert grote onzekerheden. Aan de onzekerheid over de macro-economische variabelen die direct of indirect gevolgen hebben voor de financiële positie van pensioenfonds, voegen incomplete contracten onzekerheid toe over het beleid van het fondsbestuur. Aan het laatste liggen twee factoren ten grondslag. Allereerst beschikken pensioenfondsbestuurders zelf over de ruimte om naar eigen inzicht eerder ingestelde regels aan te passen of op een bepaalde manier te interpreteren. De afgelopen tien jaar laten zien hoe snel beleidsveranderingen elkaar kunnen opvolgen en hoe de eenmaal ingeslagen weg onder druk van de omstandigheden toch weer kan worden verlaten (indexatie- en premiestaffels zijn voorbeelden). Daarnaast is het beleid van de toezichthouder evenmin in beton gegoten. In mindere tijden is de verleiding groot meer soepelheid te betrachten, zoals we de afgelopen jaren ook hebben gezien.

Het pensioenfonds voor de toekomst maakt aan deze praktijk een einde. Allereerst legt zij de pensioenregeling voor langere tijd vast. Daarmee wordt de pensioenregeling minder kwetsbaar voor de toekomst. De discretionaire ruimte van het pensioenfondsbestuur wordt dus beperkt en het gevolg is meer duidelijkheid en transparantie voor de deelnemers. Deze weten beter en eerder waar ze aan toe zijn en kunnen meer dan nu het geval is,

tijdig maatregelen nemen om pensioentekorten te voorkomen. Daarnaast communiceert het pensioenfonds regelmatig en in heldere taal met de deelnemers. Het fonds informeert deelnemers over de verwachte ontwikkeling van hun pensioen en ook over de onzekerheid rondom deze verwachting. Anders dan in het huidige Uniform Pensioenoverzicht (UPO) wordt expliciet gecommuniceerd op hoeveel indexatie aan prijzen en lonen naar de huidige inzichten mag worden gerekend. Op dit moment blijft dit element onbesproken en kan de deelnemer in de verleiding komen om te denken dat er geen enkele indexatie of juist volledige indexatie zal plaatsvinden. Deze informatie geeft geen rechten, slechts een verwachting en ook dat wordt in voldoende grote letters aan de deelnemers megedeeld.

Ook de onzekerheid over pensioenen wordt aan de deelnemers gecommuniceerd. Communicatie van onzekerheden is een vak apart, aangezien een deel van de populatie last heeft van financiële ongeletterdheid. Er is echter in het verleden veel expertise ten aanzien van de communicatie over onzekerheden bij andere financiële producten opgebouwd. Het moet mogelijk zijn deze expertise te gebruiken om ook de communicatie van onzekerheden die verbonden zijn aan pensioenproducten, op een hoger peil te brengen.

Het pensioenfonds geeft alle informatie die de deelnemer nodig heeft om zijn persoonlijke financiële lifetime planning te optimaliseren. Daarbij kan het fonds rekening houden met de heterogeniteit van deelnemers. De op papier verstrekte informatie (default) kan zich beperken tot enkele kernvariabelen. Additionele informatie moet dan worden opgevraagd, bijvoorbeeld bij een online informatieloket (zie ook Mehlkopf et al., 2011). In een modern pensioenregister wordt de informatie over alle pensioenproducten die iemand heeft (in eerste, tweede en derde en even-



tuele vierde pijler) gecombineerd. Deelnemers kunnen op grond van alle relevante informatie verantwoorde beslissingen nemen.

Wanneer de pensioenregeling op nationaal niveau wordt vormgegeven, kan de werkgever zich niet door middel van de pensioenregeling onderscheiden van zijn concurrenten. We zien echter wel een nieuwe rol weggelegd voor de werkgever. De werkgever kan de werknemer helpen bij het maken van verantwoorde beslissingen over bijvoorbeeld het niveau van pensioenbesparingen en het deel dat gespaard wordt in de derde pijler (zie sectie 8). Een dergelijke faciliterende functie kan de werkgever helpen zich te onderscheiden van haar concurrenten. Parallel aan ziektekostenregelingen kan een werkgever bovendien afspraken maken over producten in de derde (en vierde) pijler voor collectiviteiten van werknemers. Wanneer dit aanzienlijke kortingen oplevert, kan de werkgever dat feit ook inzetten in de strijd om de gunst van de werknemers.

## 5. Stuur op pensioenaanspraken én op premies

De economische theorie biedt enkele belangrijke handvatten waaraan een goed pensioencontract zou moeten voldoen. Uitgangspunt daarbij is om het pensioen te beschouwen als een vorm van sparen en beleggen over de levensloop. Volgens het standaardmodel van pensioensparen, dat ontwikkeld is door gezaghebbende economen als Merton (1969) en Samuelson (1969), wordt een beleggingsportefeuille gekozen in overeenstemming met de voorkeuren voor rendement en risico. Deelnemers met een hoge risico-aversie zullen minder risicovol beleggen dan deelnemers met een lage risico-aversie. Toch zullen per saldo de meeste mensen een voorkeur hebben voor enige vorm van risico. Dat betekent dat een goed pensioen een onzeker pensioen is (Van Ewijk en Teulings, 2007).

Met de constatering dat een goed pensioen risicovol is, is nog niet direct duidelijk hoe risico's over de deelnemers verdeeld moeten worden. Ook op dit punt biedt het standaardmodel twee relevante inzichten. Het model neemt als uitgangspunt dat mensen een voorkeur hebben voor een gelijkmatige ontwikkeling van hun consumptie. Daar valt wat voor te zeggen. Als je mensen de keuze voorlegt tussen een stabiel consumptiepatroon of een grillig verloop waarin hoge en lage consumptie elkaar afwisselen, zullen de meesten voor zekerheid kiezen. Dit uitgangspunt betekent dat schokken idealiter zoveel mogelijk worden uitgesmeerd over het resterende leven. Het betekent ook dat rendementsschokken zoveel mogelijk een zelfde effect hebben op de consumptie van alle deelnemers. In dit opzicht is er sprake van maximale solidariteit tussen jong en oud.

Een jaarlijks consumptieverlies dat voor iedereen procentueel gelijk is, is in absolute euro's niet voor iedereen hetzelfde.

Omdat jongeren naar verwachting nog een langere periode te leven hebben, zullen zij in euro's meer verliezen dan ouderen. Jongeren beleggen meer in aandelen en lopen in dit standaardmodel dus meer risico. Maar zij kunnen het risico ook beter dragen. Jongeren hebben nog een lange carrière voor de boeg en kunnen hun toekomstig arbeidsinkomen nog gebruiken om onverwachte tegenvallers op te vangen. Ze kunnen daarnaast ook besluiten meer of langer te gaan werken om financiële verliezen goed te maken. Oudere werknemers en gepensioneerden hebben die flexibiliteit niet meer. In hun consumptievoorziening zijn zij vrijwel geheel aangewezen op hun financiële vermogen.

Wat betekenen deze theoretische inzichten voor pensioenfondsenbeleid in de praktijk? Om ervoor te zorgen dat een vermogensschok gelijkmatig wordt verdeeld over het leven van een individu – het eerste principe uit de literatuur –, moet een pensioenfonds in de juiste combinatie op pensioenaanspraken en –premies sturen. Premiemutaties hebben immers uitsluitend effect op het besteedbare inkomen gedurende de actieve periode, terwijl mutaties in pensioenaanspraken (zoals indexatiekorting of afstempeling) alleen invloed hebben op het inkomen gedurende de pensioenperiode. Kortom: een goed pensioencontract is een combinatie van een zuiver DB- en DC-contract (Cui et al., 2011).

Om te waarborgen dat zowel jonge als oude deelnemers procentueel evenveel inkomen inleveren – het tweede principe uit de literatuur –, moet het beleggingsbeleid van pensioenfondsen meer risico's bij jongere deelnemers leggen. Jongeren hebben immers nog relatief weinig financieel vermogen opgebouwd, terwijl ze nog een grote hoeveelheid menselijk kapitaal tot hun beschikking hebben. Maar hier gaat de kous wringen. Pensioenfondsen gebruiken de opgebouwde pensioenaanspraken namelijk in de praktijk om klappen op te vangen en jongeren

hebben nog maar weinig rechten opgebouwd. De risicocapaciteit van het fonds in zijn geheel en van jongere deelnemers in het bijzonder kan worden verbeterd door ook de nog op te bouwen pensioenrechten mee te nemen. In dat geval wordt na een schok de totale pensioenopbouw (dus zowel het opgebouwde als het nog op te bouwen kapitaal) van elke deelnemer in gelijke mate gekort. Op deze manier is het wel mogelijk om meer risico's bij de jongeren te leggen. Een groot nadeel van deze systematiek echter is dat jongeren geconfronteerd kunnen worden met een negatief saldo op hun pensioenbalans.

De pensioenpremie als sturingselement kan een uitweg bieden om aan bovenstaand bezwaar tegemoet te komen en toch een evenwichtige risicodeling mogelijk te maken. Het premie-instrument grijpt aan op het menselijk kapitaal van de deelnemers. Het zijn vooral de jongeren die nog een lange carrière voor de boeg hebben en dus nog een grote hoeveelheid menselijk kapitaal hebben. Het premie-instrument is dus in staat om meer risico's te leggen bij jongere generaties, zodat ouderen relatief minder risico hoeven dragen (Mehlkopf et al., 2011). Door het premiepercentage te variëren over de tijd – al naar gelang de financiële situatie van het fonds – kunnen jongeren profiteren van de risicopremie op aandelen terwijl ouderen de zekerheid hebben van een stabiele pensioenuitkering. Maar zoals haast altijd in de economie, zijn ook aan het gebruik van het premie-instrument kosten verbonden. Het kan de arbeidsmarkt verstoren en toetreding tot pensioenfondsen minder aantrekkelijk maken. Dit geldt zeker voor de nabije toekomst waarin het aantal werkenden gestaag daalt ten opzichte van het aantal gepensioneerden en dus steeds forsere premiestijgingen noodzakelijk zijn om schokken op te vangen. Er moet dus altijd gezocht worden naar een juiste balans

tussen een evenwichtige risicodeling en voldoende draagvlak voor het pensioencontract.

In een nationaal pensioenfonds valt deze balans waarschijnlijk gunstiger uit dan in een gesegmenteerd pensioenlandschap met vele pensioenfondsen. In het laatste geval is het moeilijker voor individuele pensioenfondsen om het premie- of indexatie-instrument te hanteren, omdat de kans bestaat dat deelnemers overstappen naar een ander fonds. Dit effect zal sterker zijn naarmate de arbeidsmarkt competitiever is.

## 6. Concurrentie in de uitvoering een must

De laatste jaren is er het nodige veranderd in de instituties in de pensioensector. Tot een paar jaar geleden was het gebruikelijk dat bestuur en uitvoering van pensioenregelingen in één huis waren gevestigd. Vanwege de grote en kleine verplichtstelling van pensioenregelingen betekende dit dat ook bij uitvoering van pensioenregelingen geen sprake was van concurrentie. Met het opsplitsen van pensioenfondsen in een instituut dat de regels van de pensioenvoorziening bepaalt en een ander instituut dat de regeling uitvoert, is er meer concurrentie gekomen. Het eerste instituut, dat pensioenfonds is blijven heten, bepaalt de inhoud van het contract. Dit is het domein van werknemers en werkgevers. De tweede taak wordt tegenwoordig uitbesteed aan een uitvoerder. Welke dat is, wordt bepaald in onderhandelingen. In de uitvoerdersmarkt is van een behoorlijke concurrentie sprake (Van der Lecq, 2008).

De introductie van concurrentie is een goede zaak. Kernelement van de economie als wetenschap is dat monopolioïde situaties voorkomen moeten worden, omdat ze vroeg of laat inefficiënties tot gevolg hebben. Bij de inning van premiegelden en de uitbetaling van pensioenen kunnen we denken aan onnodig hoge uitvoeringskosten. Bij vermogensbeheer kunnen we denken aan onnodig lage gemiddelde rendementen of onnodig hoge beleggingsrisico's.

Kiezen we voor een nationaal pensioenfonds, dan moet dit element dus worden behouden. De vraag is: hoe? Een model van openbare aanbesteding, waarbij het nationale pensioenfonds de opdracht tot uitvoering van de pensioenregeling gunt aan één bedrijf voor een vast aantal jaren, is te weinig competitief. Een model waarbij een aantal bedrijven elk een deel van

de pensioenregeling uitvoert, voldoet wat dat betreft beter. De bedrijven kunnen direct met elkaar concurreren en zich in positieve zin van hun concurrenten onderscheiden. Na een vooraf aangekondigde periode (denk aan een aantal jaren) kan het pensioenfonds een nieuwe aanbesteding doen. Hierbij kunnen de resultaten van de uitvoerders in de voorafgaande periode worden meegewogen.

Administratiekosten worden in deze opzet niet geminimaliseerd, omdat de reikwijdte van schaalvoordelen niet volledig wordt benut. Daarnaast impliceert concurrentie tussen uitvoerders ook extra marketingkosten. Wanneer de pensioenregeling in Nederland wordt uitgevoerd door een beperkt aantal organisaties, is er nog steeds sprake van een grote schaal. Deze nadelen zijn dan ook van beperkte betekenis en wegen niet op tegen de voordelen van een competitieve markt. De keuze voor een nationaal pensioenfonds dat gekoppeld is aan of geïntegreerd is met één uitvoerende organisatie, impliceert immers een gebrek aan concurrentie. Dit uit zich vroeg of laat in hoge kosten of lage kwaliteit of een combinatie van beide.

## 7. Wie risico draagt beslist

Collectiviteit en solidariteit zijn centrale waarden van het Nederlandse pensioenstelsel. Het handhaven van deze waarden vraagt om transparantie en openheid zodat het vertrouwen van de deelnemers in het fonds optimaal is. Daarbij hoort een heldere bestuursstructuur. Zo'n structuur kan bestaan uit een bestuur en een deelnemersraad. Het bestuur is onafhankelijk, bestaat uit professionals en is primair verantwoordelijk voor de uitvoering van het pensioencontract. Het bestuur is verantwoording verschuldigd aan de deelnemersraad. De deelnemersraad bepaalt ook de inhoud van het pensioencontract. Omdat het pensioenfonds primair een vehikel is om risico's te spreiden en te delen en omdat de vormgeving van het pensioencontract bepaalt hoe de lasten verdeeld worden als de risico's zich openbaren, moeten beslissingen over aanpassing van het contract genomen worden door de partijen die (potentieel) een deel van de risico's dragen. Het is dan ook belangrijk dat alle risicodragende partijen vertegenwoordigd zijn in de deelnemersraad. Alleen dan kunnen alle partijen erop vertrouwen dat weloverwogen keuzes worden gemaakt. Keuzes waarbij met alle belangen rekening wordt gehouden.

In de deelnemersraad zijn natuurlijk werkenden vertegenwoordigd, die risico dragen in de vorm van eventuele hogere premies en/of een vermindering van opgebouwde rechten. Andere partijen die risico dragen, zijn gepensioneerden en slapers. Zij zijn 'eigenaar' van een belangrijk deel van de opgebouwde rechten. Als besloten wordt tot afwaardering van deze rechten, worden ook zij getroffen. In een vergrijzende samenleving vormen gepensioneerden een steeds belangrijker wordende partij, waarvan de belangen niet altijd parallel lopen met die van de actieven.



Het is daarom belangrijk dat zij zelf vertegenwoordigd zijn in de deelnemersraad.

Het instellen van een nationaal pensioenfonds voor alle werkenden, zowel werknemers als zelfstandigen, haalt de besluitvorming over de aanvullende pensioenen uit de arbeidsvoorwaardensfeer. Het is geen onderwerp meer van onderhandelingen tussen werkgevers en werknemers op ondernemings- of bedrijfstakniveau. Werkgevers betalen geen premies meer (in plaats daarvan betalen zij een hoger loon) en springen ook niet meer bij in geval van onderdekking van het fonds. Het pensioenfonds bepaalt de premies die door de werkenden worden opgebracht. De werkgevers kunnen wel een rol spelen bij de inning van de premies (zoals zij ook betrokken zijn bij de inning van de loonbelasting), maar zij dragen geen risico en hoeven dus ook niet betrokken te worden bij de besluitvorming over de pensioenen (evenmin als zij meebeslissen over de inkomstenbelasting). De werkgevers zijn dus niet vertegenwoordigd in de deelnemersraad.

Een partij die wel vertegenwoordigd zou moeten zijn in de deelnemersraad zijn de toekomstige generaties. Door de verplichte deelname hebben zij immers geen andere keus dan deelnemen in het pensioenfonds, maar de in het verleden genomen beslissingen over opbouw van vermogen en rechten bepalen hoe aantrekkelijk dit is. Natuurlijk is het niet mogelijk dat toekomstige generaties zelf deelnemen in de besluitvorming van het pensioenfonds. De vraag is daarom wie het best hun belangen kan vertegenwoordigen. Een mogelijkheid is om dit aan de huidige deelnemers in het fonds over te laten, het gaat immers om hun nakomelingen. Een nadeel daarvan is dat de huidige deelnemers direct geconfronteerd worden met de kosten van een keuze voor de belangen van toekomstige generaties, en daardoor

geneigd kunnen zijn deze een laag gewicht te geven. We kiezen er daarom voor om de overheid als hoeder van het algemeen belang een rol te geven in de deelnemersraad als vertegenwoordiger van de belangen van toekomstige generaties.

Natuurlijk is het zo dat het overheidsbeleid wordt bepaald door de politiek en dus indirect ook door de belangen van de huidige generaties die immers de kiezers zijn. Dus ook in dit geval loert het gevaar dat er onvoldoende rekening gehouden wordt met toekomstige generaties. Maar omdat kiesgedrag wordt bepaald door een veelheid van factoren en niet alleen door de besluitvorming over pensioenen, is de belangentegenstelling in het geval van de overheid als representant van de toekomstige generaties minder direct. Dus mag ook aangenomen worden dat de belangen van deze generaties beter behartigd worden als de overheid een plaats heeft in de deelnemersraad. Er kan wat dit betreft ook een parallel worden getrokken met het Financieel Toetsingskader (FTK). Het FTK waarborgt dat schulden niet te zeer worden doorgeschoven naar toekomstige generaties. In de huidige situatie komt de overheid dus in haar rol als wetgever op voor de belangen van de toekomstige generaties.

Een vertegenwoordiging van de overheid in de deelnemersraad is ook om andere redenen een goed idee. De overheid deelt immers via het belastingsysteem in de risico's waarover de deelnemersraad beslist. De wijze waarop pensioenbesparingen en uitkeringen belast worden, de zogenaamde omkeerregel, betekent dat premieverhoging direct leidt tot inkomstenderving voor de overheid. Tegenover deze premies staat weliswaar een hogere uitkering en dus een hogere belastingopbrengst op enig moment in de toekomst, maar omdat de omkeerregel een omvangrijke subsidie op pensioenbesparingen vormt (zie Caminada en Goudswaard, 2003), weegt deze in contante waarde niet op tegen

de inkomstenderving door de hogere premies. Ten slotte kan de pensioenvoorziening (via de premie, maar ook bijvoorbeeld via een stabiele basis voor de uitkeringen) belangrijke effecten hebben op de economische ontwikkeling van Nederland. De overheid lijkt de aangewezen partij om er zorg voor te dragen dat het pensioenfonds zich bij haar besluitvorming rekenschap geeft van deze gevolgen.

Het is wel van groot belang dat een nationaal pensioenfonds formeel onafhankelijk blijft van de overheid en geen onderdeel gaat vormen van de overheidsbegroting. Dit zou op gespannen voet staan met de vereiste transparantie; het zou ook het vertrouwen in het fonds kunnen ondermijnen. De deelnemers moeten er absoluut zeker van kunnen zijn dat het door hen opgebouwde vermogen ten goede komt aan hun pensioenen en niet door de politiek voor andere doeleinden kan worden ingezet. Omgekeerd moet duidelijk zijn dat, wanneer onverwachte tegenvallers leiden tot een laag vermogen in relatie tot de opgebouwde rechten, solidariteit vereist dat de deelnemende partijen samen deze tegenvallers opvangen. De kosten kunnen dus niet op de overheid worden afgewenteld. Bij de institutionele uitwerking van deze onafhankelijkheid kan worden gekeken naar instituties die hun onafhankelijkheid hebben bewezen, zoals de ECB.

Ook als de overheid vertegenwoordigd is in de deelnemersraad van het pensioenfonds, blijft onafhankelijk toezicht op het fonds nodig. Omdat het pensioencontract zo volledig mogelijk gespecificeerd wordt en alle risico's gealloceerd worden, is de taak van de toezichthouder echter beperkt. Die moet er vooral op toezien dat de toezeggingen in het pensioencontract nagekomen kunnen worden. Het gaat dan vooral om het bewaken van de consistentie tussen beleggings-, indexatie- en premiebeleid en de communicatie daarover.

## 8. Balans tussen verplichting en keuze

Het optimaal benutten van de mogelijkheden van risicodeling vraagt om een collectief, nationaal pensioencontract met verplichte deelname voor iedereen met een inkomen boven de franchise. Gecombineerd met concurrentie in de uitvoering kan dan maximale efficiëntie gerealiseerd worden. Een potentieel nadeel van zo'n collectief verplicht contract is dat het weinig ruimte biedt voor maatwerk. 'One size fits all' is veelal niet optimaal en dat geldt ook voor pensioencontracten. Heterogeniteit in behoeften en omstandigheden (zoals bijvoorbeeld verschillen in het beschikbare vermogen, in de behoefte om een erfenis na te laten, het carrièrepatroon of de individuele mogelijkheden om langer door te werken) betekenen dat het optimale pensioencontract van individu tot individu verschilt (zie bijvoorbeeld Nijman en Oerlemans, 2008). Daar staat tegenover dat individuele keuzevrijheid vaak ook niet tot het theoretisch optimale contract leidt. Een pensioencontract is immers een zeer complex financieel product en individuen hebben behoefte noch kennis om dit soort beslissingen te nemen (van Rooij, 2008; Lusardi en Mitchell, 2007). Bovendien zijn er allerlei gedragseffecten die er toe leiden dat individuen suboptimale keuzes maken (zie Kooreman en Prast, 2007) en zijn de kosten van individuele regelingen vaak hoger (Bikker en De Dreu, 2006). Het is daarom van belang een juiste balans te vinden tussen verplichting en keuze.

In deze paragraaf presenteren we een voorstel voor een pensioensysteem dat in de default een voldoende opbouw met risicodeling garandeert, maar dat ook ruimte biedt voor eigen keuze in de vorm van minder opbouw of maatwerk binnen de derde pijler. Hierbij wordt de ruimte om fiscaal gefaciliteerd pensioen op te bouwen als uitgangspunt genomen. In de huidige

situatie is sprake van een grote en een kleine verplichtstelling. De grote verplichtstelling houdt in dat de minister van SZW op verzoek van sociale partners de deelneming in een bedrijfstak-pensioenfonds voor bedrijfsgenoten verplicht kan stellen. De kleine verplichtstelling houdt in dat werknemers in veel gevallen moeten meedoen aan een pensioenregeling op basis van een cao. Bij invoering van een nationaal pensioenfonds speelt de grote verplichtstelling geen rol meer, maar wordt de reikwijdte van de kleine verplichtstelling uitgebreid: alle werkenden zijn verplicht te sparen voor hun pensioen. Met werkenden bedoelen we niet alleen werknemers, maar ook zelfstandigen. De laatste groep neemt verplicht deel in de pensioenregelingen op basis van het fiscaal inkomen. Dit ondervangt problemen die kunnen ontstaan als werknemers op latere leeftijd zelfstandig worden.

Vervolgens moeten we de vraag beantwoorden in welke mate werkenden verplicht worden te sparen voor hun pensioen. We kiezen voor een aanzienlijk niveau van verplichte pensioen-besparingen, maar minder dan 100 procent van de ruimte voor fiscaal gefaciliteerde pensioenbesparingen. In die zin wordt de kleine verplichtstelling beperkt. De gedachte hierachter is dat een aanzienlijke mate van *consumption smoothing* belangrijk is (dat is immers de doelstelling van de 2e en de 3e pijler), maar dat de optimale mate van smoothing kan verschillen. Individuen met een sterke preferentie voor smoothing kunnen er altijd voor kiezen meer te sparen dan de kleine verplichtstelling voorschrijft (via de 2e of de 3e pijler, zie onder). Zolang dit binnen het kader voor fiscaal gefaciliteerde pensioenbesparingen blijft, wordt dit ook door de overheid gesubsidieerd. Individuen die een minder sterke voorkeur voor smoothing hebben worden dan niet langer geforceerd te veel te sparen (het is in veel gevallen moeilijk een

teveel aan verplichte besparingen via aanpassing van vrije besparingen te compenseren).

Voorstel: verplichte pensioenopbouw tot 90 procent van de fiscale ruimte voor werknemers en zelfstandigen

Fiscaal gefaciliteerd bijsparen kan via de 3e pijler. Dit biedt individuen de mogelijkheid producten te kiezen die aansluiten bij hun individuele omstandigheden en preferenties. Deze keuze wordt vergemakkelijkt doordat de invoering van een nationaal pensioenfonds leidt tot een afname van de complexiteit. De hele 2e pijler wordt immers gereduceerd tot één fonds waardoor bijvoorbeeld verschillen in de franchise binnen de 2e pijler verdwijnen. Bovendien bouwen werknemers en zelfstandigen op dezelfde wijze rechten op binnen de 2e pijler. Toch zal het voor veel individuen moeilijk blijven de optimale keuze te maken uit de veelheid aangeboden producten. Bovendien bestaat het gevaar dat individuen ervoor kiezen helemaal niet bij te sparen, ook als ze hierdoor feitelijk slechter af zijn. De gedragseconomie leert ons dat in dergelijke gevallen de wijze waarop de keuze gepresenteerd wordt en de defaults van groot belang zijn (zie Benartzi en Thaler, 2007; Kooreman en Prast, 2007 en Bodie et al., 2008). We stellen daarom voor om te kiezen voor een default waarbij individuen verzekerd zijn van een 2e pijler-pensioen van een niveau dat een hoge mate van consumption smoothing realiseert.

Voorstel: de default is de maximale opbouw (100 procent fiscale ruimte) in het nationaal pensioenfonds

Tegelijkertijd wordt individuen die daar bewust voor kiezen de mogelijkheid geboden om minder pensioen op te bouwen dan wel via de 3e pijler meer maatwerk te realiseren. Omdat de verplichtstelling maar betrekking heeft op 90 procent van de fiscale ruimte kan men ervoor kiezen om 10 procent minder op te bouwen dan de default via een partiële 'opt out'. Maar ook de verplichte pensioenbesparingen hoeven ook niet noodzakelijk volledig binnen het nationale pensioenfonds plaats te vinden. Het kan toegestaan worden een deel van deze besparingen onder te brengen in de 3e pijler in plaats van in het nationale pensioenfonds. Zo kunnen werkenden bijvoorbeeld kiezen voor meer risico exposure of op andere manieren de keuzes die binnen de 2e pijler gemaakt zijn tot op zekere hoogte corrigeren. De vraag in welke mate dat mogelijk gemaakt moet worden, moeten we beantwoorden op basis van een afweging tussen de welvaarts-winst van risicodeling in een verplichte collectieve regeling en de behoefte aan maatwerk (Nijman en Oerlemans, 2008). In een collectief nationaal pensioencontract kan tot op zekere hoogte rekening worden gehouden met de heterogeniteit van de deelnemers. Zo kan (bij handhaving van de doorneepremie) gekozen worden voor degressieve opbouw van pensioenrechten om recht te doen aan de verschillen in de kosten van het opbouwen van pensioenrechten tussen ouderen en jongeren (Bovenberg en Boon, 2010 en Boeijen et al., 2006). Ook kunnen bepaalde vormen van keuze geboden worden zoals bijvoorbeeld de keuze voor de ingangsdatum van de pensioenuitkering en voor fulltime of part-time pensionering, waarbij de uitkeringen dan actuarieel neutraal aangepast worden. Deze mogelijkheden zijn echter beperkt. Als er te weinig mogelijkheden zijn om rekening te houden met individuele omstandigheden, kunnen de welvaartswinsten door risicodeling tenietgedaan worden door welvaartskosten van

onvoldoende maatwerk (Bovenberg et al., 2007). Om die reden kiezen we ervoor om de verplichting om te sparen via het collectief nationaal pensioenfonds te beperken tot 80 procent van de fiscale ruimte.

Voorstel: minimale opbouw van 80 procent van de fiscale ruimte in het nationale pensioenfonds (2e pijler)

Bij de minimale verplichte opbouw van 90 procent van de fiscale ruimte kan dus maximaal 10 procent gespaard worden binnen de 3e pijler. De maximale ruimte om fiscaal gefaciliteerd te sparen door middel van 3e pijler-producten is 20 procent van de fiscale ruimte (bij de maximale opbouw van 100 procent).

Dit voorstel combineert aldus de zekerheid van een voldoende opbouw met risicodeling in de default variant met een redelijke ruimte voor eigen keuze in de vorm van minder opbouw of maatwerk binnen de derde pijler. Het biedt daarmee de gewenste balans tussen verplichting en keuze in combinatie met een goede default.



## 9. Het kan!

In de voorgaande acht stellingen hebben we de contouren van het pensioenfonds van de toekomst geschetst vanuit het idee dat het pensioenfonds primair een instrument is voor risicodeling. Natuurlijk moeten nog veel details ingevuld worden en is de overgang naar dit ideale pensioenfonds niet eenvoudig. Om te illustreren dat een kapitaalgedekte nationale pensioenregeling geen utopie is, verwijzen we naar de situatie in Canada, Denemarken, Finland en Noorwegen, waar concrete voorbeelden van dergelijke regelingen bestaan.

In Canada werd de eerste pijler in de jaren negentig hervormd. Men voorzag dat de premie voor de op omslagbasis gefinancierde overheidspensioenen fors zou oplopen als gevolg van de sterke vergrijzing van de Canadese bevolking. Dus besloot Canada om de toekomstige pensioenlasten deels te baseren op kapitaaldekking. Hiertoe werd de premie voor de overheidspensioenen in de jaren negentig verdubbeld. De extra premieafdracht wordt beheerd door een nationaal pensioenfonds, the Canada Pension Plan. Om ongewenste verwevenheid met de overheidsfinanciën te voorkomen is bij de invulling van de governance nadrukkelijk gewaakt voor voldoende afstand in beheer en bestuur. Zo heeft het pensioenfonds volledige onafhankelijkheid in het beleggingsbeleid. Aanpassingen in de premie en indexatie worden gestuurd door automatische stabilisatoren die gebaseerd zijn op het handhaven van de solvabiliteitspositie van het fonds over een zeer lange duur (100 jaar) (Munnell en Sass, 2006 en Monk en Sass, 2009).

## Referenties

- AFM (2011), Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht, AFM onderzoeksrapport kosten pensioenfondsen.
- Ambachtsheer, K. (2007), *Pension revolution – a solution to the pensions crisis*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- Bekaert, G. (2009), Inflation risk and the inflation risk premium, Netspar NEA Paper, Nr. 21.
- Benartzi, S. en R. Thaler (2007), Heuristics and biases in retirement savings behavior, *Journal of Economic Perspectives*, 21, 3, 81–104.
- Benzoni, B., P. Collin-Dufresne en R. Goldstein (2007), Portfolio choice over the life-cycle when the stock and labor markets are cointegrated, *Journal of Finance*, 62, 2123–2167.
- Bikker, J. en J. de Dreu (2006), Uitvoeringskosten van pensioenverstrekkers, in: F. van der Lecq en O. Steenbeek (eds.), *Kosten en baten van collectieve pensioen-systemen*, Kluwer, 69–96.
- Bodie, Z., H. Prast en J. Snippe (2008), Individual pension plans: purpose, design and illustration, Netspar NEA paper, Nr. 10.
- Boeijen, T., C. Jansen, C. Kortleve en J. Tamerus (2006), Leeftijdssolidariteit in de doorsneepremie, in: F. van der Lecq en O. Steenbeek (eds.), *Kosten en baten van collectieve pensioensystemen*, Kluwer, 147–165.
- Bonenkamp, J. en E. Westerhout (2010), Intergenerational risk sharing and labour supply in collective funded pension schemes with defined benefits, CPB Discussion Paper, Nr. 151, CPB, Den Haag.
- Bovenberg, L. en B. Boon (2010), Now is the time: overstap naar degressieve pensioenopbouw nu wenselijk en mogelijk, Netspar NEA paper, Nr. 36.
- Bovenberg, L. en C. van Ewijk (2011), Designing the pension system: Conceptual framework, in L. Bovenberg, C. van Ewijk and E. Westerhout (eds.), *The future of multi-pillar pensions*, Cambridge University Press (nog te publiceren).
- Bovenberg, L., R. Koijen, T. Nijman en C. Teulings (2007), Saving and investing over the life cycle and the role of collective pension funds, Netspar panel paper, Nr 1.
- Caminada, C. en K. Goudswaard (2003), *Verdeelde zekerheid. De verdeling van baten en lasten van sociale zekerheid en pensioenen*, SDU: Den Haag.
- Cui J., F. de Jong en E. Ponds (2011), Intergenerational risk sharing within funded pension schemes, *Journal of Pension Economics and Finance*, 10, 1–29.
- Draper, D. en E. Westerhout (2009), Privatizing Pensions: more than an interesting thought?, Public Finance Workshop Pension Reform, Fiscal Policy and Economic Performance, Banca d'Italia.
- Dyck, A. en L. Pomorski (2011), Is bigger better? Size and performance in pension plan management, <http://ssrn.com/abstract=1690724>.

- Ewijk, C. van, P. Janssen, N. Kortleve en E. Westerhout (2009), Naar een reëel kader voor pensioenfondsen, Netspar NEA paper, Nr. 16.
- Ewijk, C. van en C. Teulings (2007), Efficiëntie en continuïteit in pensioenen: het FTK nader bezien, Netspar NEA paper, Nr. 3.
- Finkelstein, A. en J. Poterba (2004), Adverse selection in insurance markets: policyholder evidence from the U.K. annuity market, *Journal of Political Economy*, 112, 183–208.
- Goetzmann, W. (2008), More social security, not less, *Journal of Portfolio Management*, 35, 115–123.
- Gollier, C. (2008), Intergenerational risk-sharing and risk-taking of a pension fund, *Journal of Public Economics*, 92, 1463–1485.
- Gordon, R. en H. Varian (1988), Intergenerational risk sharing, *Journal of Public Economics*, 37, 185–202.
- Kooreman, P. en H. Prast (2007), Policy implications of behavioural economics, Netspar panel paper, Nr. 2.
- Kuné, J.B. (2004), Op weg naar één nationale pensioeninstelling, oratie Universiteit van Amsterdam.
- Lecq, F. van der (2008), Hoezo concurrentie in de pensioensector?, *Pensioen, Bestuur & Management*, September, 25–26.
- Lusardi, A. en O. Mitchell (2007), Financial literacy and retirement preparedness: evidence and implications for financial education programs, *Business Economics*, January 2007.
- Mehlkopf, R. (2010), Intergenerational risk sharing under endogenous labor supply, mimeo.
- Mehlkopf, R., J. Bonenkamp, C. van Ewijk, H. ter Rele en E. Westerhout (2011), Risicoverdeling bij hervorming van het aanvullend pensioen, CPB Notie, Centraal Planbureau, Den Haag.
- Merton, R.C. (1969), Lifetime portfolio selection under uncertainty: the continuous time case, *Review of Economics and Statistics*, 51, 247–257.
- Monk, A. en S. Sass (2009), Risk pooling and the market crash: lessons from Canada's pension plan, Issue in Brief June 2009, Nr. 9–12, Center for Retirement Research, Boston College.
- Munnell, A. en S. Sass (2006), Social security and the stock market; how the pursuit of market magic shapes the system, Kalamazoo, Michigan: W.E. Upjohn Institute for Employment Research.
- Nijman, T. en A. Oerlemans (2008), Maatwerk in Nederlandse pensioenproducten, Netspar NEA paper, Nr. 8.
- Ponds, E. (1995), Supplementary pensions, intergenerational risk sharing, and welfare, proefschrift Universiteit van Tilburg.
- Ponds, E. (2009), Nationaal Pensioenfonds, *Economisch Statistische Berichten*, 13 april 2009, 180–183.

- Poterba, J. (2001), Annuity markets and retirement security, *Fiscal Studies*, 22, 249–270.
- Rooij, M. van (2008), Financial literacy, retirement provisions, and household portfolio behavior: four empirical contributions, proefschrift Universiteit van Utrecht.
- Samuelson, P. (1969), Lifetime portfolio selection by dynamic stochastic programming, *Review of Economics and Statistics*, 51, 239–246.
- Shiller, R. (1999), Social security and institutions for intergenerational, intragenerational and international risk-sharing, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 50, 165–204.
- Teulings, C. en G. de Vries (2006), Generational accounting, solidarity and pension losses, *De Economist*, 154, 63–83.
- Waegenaere, A. de, B. Melenberg en R. Stevens (2010), Longevity risk, Netspar panel paper, Nr. 14.
- Westerhout, E. (2011), Intergenerational risk sharing in time-consistent funded pension schemes, CPB Discussion paper, Nr. 176, CPB, Den Haag.

## OVERZICHT UITGAVEN IN DE NEA PAPER SERIE

- 1 Een 10 voor governance (2007)  
Lans Bovenberg en René Maatman
- 2 Blinde vlekken van de denkers en doeners in de pensioensector (2007)  
Kees Koedijk, Alfred Slager en Harry van Dalen
- 3 Efficiëntie en continuïteit in pensioenen: het FTK nader bezien (2007)  
Casper van Ewijk en Coen Teulings
- 4 Jongeren met pensioen: Intergenerationele solidariteit anno 21e eeuw (2007)  
Mei Li Vos en Martin Pikaart
- 5 Marktwerking in de pensioensector? (2007)  
Jan Boone en Eric van Damme
- 6 Modernisering van het uitvoeringsmodel voor pensioenregelingen en marktwerking (2007)  
Arnoud Boot
- 7 Differentiatie naar jong en oud in collectieve pensioenen: een verkenning (2008)  
Roderick Molenaar en Eduard Ponds
- 8 Maatwerk in Nederlandse pensioenproducten (2008)  
Theo Nijman en Alwin Oerlemans
- 9 Je huis of je leven? Eigen betalingen voor woon- en welzijnsvoorzieningen voor ouderen en optimalisatie van de pensioenportfolio (2008)  
Lou Spoor
- 10 Individuele pensioenoplossingen: doel, vormgeving en een illustratie (2008)  
Zvi Bodie, Henriëtte Prast en Jan Snippe
- 11 Hoe kunnen we onze risico's efficiënt delen? Principes voor optimale sociale zekerheid en pensioenvoorziening (2008)  
Coen Teulings
- 12 Fiduciair management: panacee voor pensioenfondsen? (2008)  
Jan Bertus Molenkamp
- 13 Naar een solide en solidair stelsel (2008)  
Peter Gortzak
- 14 Het Nederlandse pensioenstelsel: weerbaar en wendbaar (2008)  
Gerard Verheij
- 15 Het managen van lange- en korte termijn risico's (2009)  
Guus Boender, Sacha van Hoogdalem, Jitske van Londen
- 16 Naar een reëel kader voor pensioenfondsen (2009)  
Casper van Ewijk, Pascal Janssen, Niels Kortleve, Ed Westerhout), met medewerking van Arie ten Cate
- 17 Kredietcrisis en Pensioenen: Modellen (2009)  
Guus Boender
- 18 Kredietcrisis en pensioenen: structurele lessen en korte termijn beleid (2009)  
Lans Bovenberg en Theo Nijman
- 19 Naar een flexibele pensioenregeling voor ZZP'ers (2009)  
Frank de Jong
- 20 Ringfencing van pensioenvermogens (2009)  
René Maatman en Sander Steneker

- 21 Inflation Risk and the Inflation Risk Premium (2009)  
Geert Bekaert
- 22 TIPS for Holland (2009)  
Zvi Bodie
- 23 Langer doorwerken en flexibel pensioen (2009)  
Jolande Sap, Joop Schippers en Jan Nijssen
- 24 Zelfstandigen zonder pensioen (2009) Fieke van der Lecq en Alwin Oerlemans
- 25 "De API is een no-brainer" (2009)  
Jacqueline Lommen
- 26 De pensioenagenda 2009–2010 (2009)  
Benne van Popta
- 27 Consumenten aan het roer. Strategische toekomstvisies voor de Nederlandse pensioensector (2010)  
Niels Kortleve en Alfred Slager
- 28 Het pensioen van de zzp'er fiscaal-juridisch bezien: wie is er aan zet? (2010)  
Gerry J.B. Dietvorst
- 29 Normen voor de pensioen-aansprakenstatistiek (2010)  
Elisabeth Eenkhoorn en Gerrit Zijlmans
- 30 Over de wenselijkheid van de uitgifte van geïndexeerde schuld door de Nederlandse overheid (2010)  
Casper van Ewijk en Roel Beetsma
- 31 Van arbeidsverhouding naar verhouding tot de arbeid? De doorgroei van de zzp'er (2010)  
Ad Nagelkerke, Willem Plessen en Ton Wilthagen
- 32 Leidt uitvoering door concurrerende zorgverzekeraars tot een doelmatige en financieel houdbare AWBZ? (2010)  
Erik Schut en Wynand van de Ven
- 33 Herziening Financieel Toetsingskader (2010)  
Frank de Jong en Antoon Pelsser
- 34 Decumulatie van pensioenrechten (2010)  
Gerry Dietvorst, Carel Hooghiemstra, Theo Nijman & Alwin Oerlemans
- 35 Van toezegging naar ambitie – Een betaalbaar reëel pensioen dat eerlijk is over de risico's en aanpasbaar voor exogene ontwikkelingen (2010)  
Dick Boeijen, Niels Kortleve en Jan Tamerus
- 36 Now is the time. Overstap naar degressieve pensioenopbouw nu wenselijk en mogelijk (2010)  
Lans Bovenberg en Bart Boon
- 37 Het Pensioenlabel als basis voor toezicht (2010)  
Agnes Joseph en Dirk de Jong
- 38 De gouden standaard bij beleidsvoorbereiding (2011)  
Peter Kooreman en Jan Potters
- 39 Risicoprofielmeting voor beleggingspensioenen (2011)  
Benedict Dellaert en Marc Turlings
- 40 Naar een dynamische toekomstvoorziening. Integratie van werk, pensioen, zorg en wonen over de levensloop (2011)  
Lans Bovenberg, Wouter Koelewijn en Niels Kortleve

- 41 Duurzame pensioenen from scratch  
(2011)  
Gert Bos en Martin Pikaart
- 42 Marktoplossingen voor  
langlevensrisico (2011)  
Sylvain de Crom, Anne de Kreuk,  
Ronald van Dijk, Michel Vellekoop  
en Niels Vermeijden
- 43 Het gebruik van ALM-modellen  
(2011)  
Guus Boender, Bas Bosma en Lans  
Bovenberg
- 44 Het pensioenfonds van de  
toekomst: risicodeling en  
keuzevrijheid (2011)  
Jan Bonenkamp, Lex Meijdam,  
Eduard Ponds en Ed Westerhout

## Het pensioenfonds van de toekomst: risicodeling en keuzevrijheid

In dit paper presenteren Jan Bonenkamp (CPB), Lex Meijdam (UvT), Eduard Ponds (APG, UvT) en Ed Westerhout (CPB) een schets van het pensioenfonds van de toekomst aan de hand van acht stellingen. Iedere stelling benadrukt een belangrijk element van dit pensioenfonds en vormt een paragraaf van het paper. De belangrijkste vraag: aan welke eisen dient een pensioenstelsel te voldoen dat doet waar het voor bedoeld is?